

## PB 開発の進展で、今・来期とも営業増益を予想

### ベーシックレポート

(株)QBR  
橋爪 亜矢子

#### 会社概要

所在地	東京都杉並区
代表者	白土 孝
設立年月	1990/06
資本金 (2013/05/31 現在)	1,617 百万円
上場日	1999/02/10
URL	<a href="http://www.mac-house.co.jp/">http://www.mac-house.co.jp/</a>
業種	小売業

#### 主要指標 2013/7/26 現在

株 価	924 円
年初来高値	1,087 円 (05/01)
年初来安値	670 円 (01/25)
発行済株式数	15,597,638 株
売買単位	100 株
時価総額	14,412 百万円
予想配当 (会社)	40.0 円
予想EPS (アナリスト)	101.17 円
実績PBR	0.88 倍

#### 1Q 減収減益のスタートだが、売上総利益率は改善

14年2月期第1四半期(13年3~5月)は、春先の冷え込みなどの影響で既存店売上高が前年同期比3.3%減少(上期の会社計画は前年同期比0.4%減)し、売上高が同4%減の94億円、営業利益が同13%減の7.0億円と落ち込んだ。ただ、過度な値下げ販売の抑制や利益率の高いPB(自社企画)商品の伸長などにより客単価は上昇基調で推移。売上総利益率は同0.4ポイント改善した。

2Q(6~8月)に入り、6~7月の既存店売上高は土日祝日の増減の影響を除くと概ね前年同期並みで推移しているようだ。

#### 不採算店舗の整理が一巡し、安定的に利益が出せる体質に

会社は業績悪化が顕在化し始めた08年後半から不採算店舗を整理してきた。この結果、店舗数は09年2月期末の567店舗をピークに13年2月期末は476店舗まで減少。一方、業績は11年2月期の営業赤字6億円を底に、前期は営業黒字27億円まで急回復。1株当たり配当金も12年2月期の10円を底に、13年2月期は40円と09年2月期以前の水準まで回復した。

不採算店舗の整理が一巡し安定的に利益が出せる体質の構築が進んだとして、会社は今期以降、年30店舗以上(前期実績は出店21店舗)の出店を続け、成長路線への転換を図る考えだ。

#### 最大PBをリニューアルへ、今・来期とも営業増益を予想

QBRは14年2月期通期の業績について、会社計画と同じ売上高が前期比1%増の390億円、営業利益が同7%増の29億円を予想する。足元の既存店売上高は天候要因などから会社計画を下回って推移しているが、出店は計画通り進捗。過度な値下げ販売の抑制やPB商品の拡販により売上総利益率の改善が続くとみている。

続く15年2月期は消費税率引き上げの影響が懸念されるが、今期から取り組む最大のPBブランド「NAVY」のリニューアル効果などから既存店売上高は底堅く推移すると想定。売上高は14年2月期QBR予想比3%増の400億円、営業利益は同5%増の31億円を予想する。

業績動向		売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2013/02	実績	38,658	-4.4	2,715	31.5	2,902	37.4	2,470	30.3	160.90
2014/02	会社予想 (2013年4月発表)	39,000	0.9	2,900	6.8	3,030	4.4	1,550	-37.3	101.17
	アナリスト予想	39,000	0.9	2,900	6.8	3,030	4.4	1,550	-37.3	101.17
2015/02	アナリスト予想	40,000	2.6	3,050	5.2	3,180	5.0	1,800	16.1	117.49

## 会社概要

### 会社概要

#### ● 会社概要

「東京靴流通センター」を運営するチヨダ（8185）の子会社（13年2月期末の議決権被所有割合は60.2%）で、チヨダの衣料品事業を担う。郊外型ロードサイド店や中小型ショッピングセンターを中心にカジュアル衣料専門店「マックハウス」などを国内に487店舗（13年6月末）展開する。

12年秋より英国の老舗ブランド「Lee Cooper（リークーパー）」の国内での独占販売を開始したほか、顧客の声を取り入れた商品開発や「NAVY（ネイビー）」のリニューアルなど、PB（プライベートブランド＝自社企画）商品の強化による商品の差別化と利益率改善に注力している。

### 経営者

#### ● 経営者

取締役社長 白土 孝

1988（昭和63）年、チヨダ入社。2004（平成16）年、チヨダ広報部長兼営業企画部長に就任。07年、チヨダ取締役に就任（現任）。13年5月、マックハウス入社。前代表取締役社長の舟橋浩司（チヨダ代表取締役社長に就任）の退任に伴いマックハウス代表取締役社長に就任。

### 設立経緯

#### ● 設立経緯

チヨダの衣料品事業を担う100%出資子会社として設立。

### 沿革

#### ● 沿革

1990年	6月	設立
	7月	郊外型ロードサイド店「マックハウス」を開店
1996年	3月	全国47都道府県全てに出店を達成
1999年	2月	株式を店頭登録
2000年	10月	関東圏での店舗数拡大を目的に、チヨダと共同で株式会社レオを公開買付けし、筆頭株主となるとともに業務提携を行う
2004年	12月	JASDAQ 上場
2005年	9月	株式会社レオと合併

（出所）13年2月期有価証券報告書

## 会社概要

### 大株主

	株主	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1	株式会社チヨダ	9,389	60.20
2	マックハウス共栄会	1,024	6.57
3	豊島株式会社名古屋本社	572	3.66
4	Japan-Up・ベータ投資事業有限責任組合 無限責任組合員 株式会社ストラテジックキャピタル	409	2.62
5	いちごトラスト (常任代理人香港上海銀行東京支店)	236	1.51
6	株式会社三井住友銀行	198	1.26
7	日本マスタートラスト信託銀行株式会 社(信託口)	167	1.07
8	株式会社銀座伊勢由	139	0.89
9	マックハウス従業員持株会	112	0.72
10	美濃屋株式会社	108	0.69
	計	12,358	79.23

(出所) 13年2月期有価証券報告書

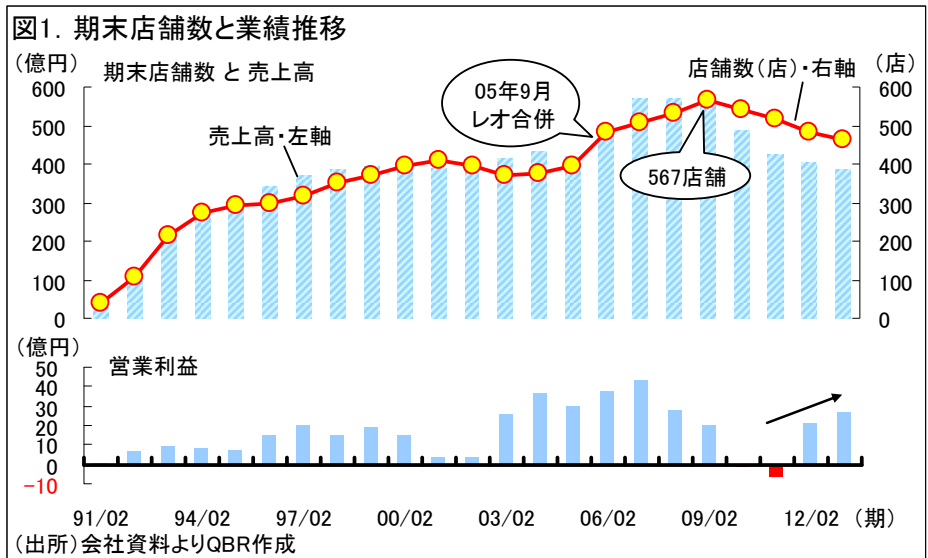
## 事業概要

### 出店政策

#### ● 期末店舗数と創業来の業績推移

会社は創業以来、急速に店舗網を拡大。05年9月には関東圏でのシェア拡大を狙い株式会社レオを合併し、08年後半のピーク時には570店舗を超えた。しかし、消費者のデニム離れや小売各社の低価格ジーンズへの参入などにより従来の主力商品だった有名ブランドジーンズの販売が低迷し始め、業績悪化が顕在化した08年後半から09年前半をピークに、会社は不採算店舗の退店を進めてきた。その結果、11年2月期の営業赤字を底に業績は回復基調に転じた。

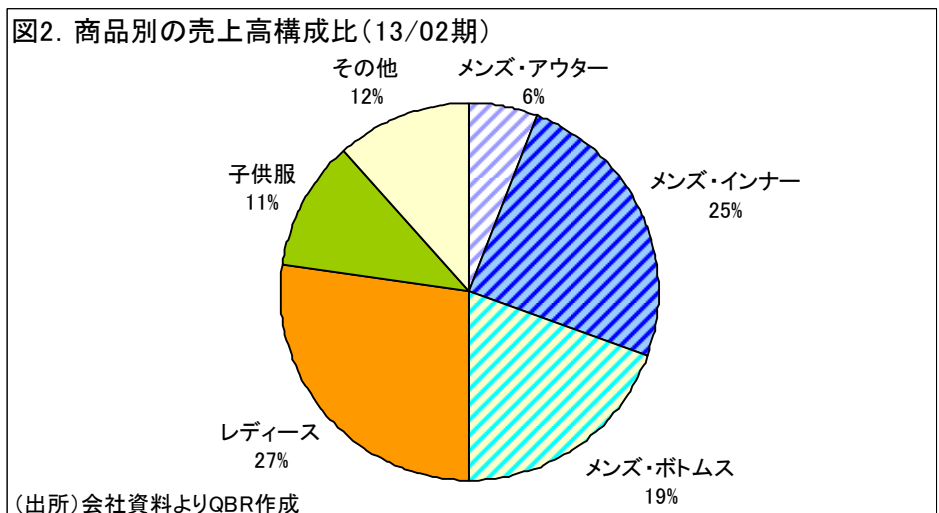
直近は、出店の軸足をロードサイド店から初期投資コストが少なく投資回収期間の短い都心の小型店などにシフトするとともに、女性目線を意識した新タイプの店舗開発などによる新規顧客層開拓に注力している。



### 商品構成比

#### ● 商品別の売上高構成比

13年2月期の商品別の売上高構成比は、メンズ 50%、レディース 27%、子供服 11%、その他（バッグなど服飾雑貨）12%。

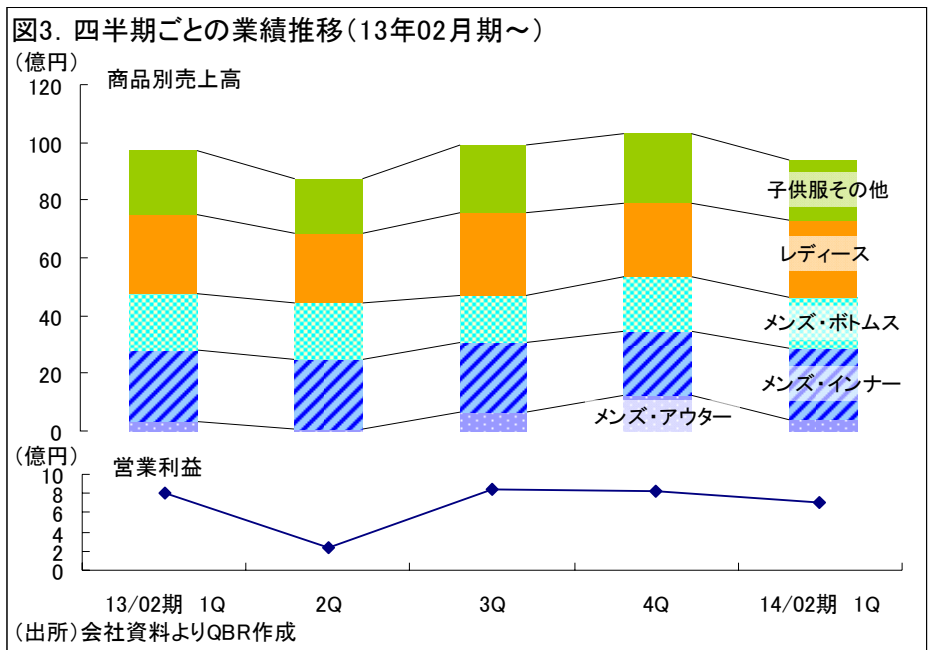


# 事業概要

## 収益構造

### ● 収益構造

四半期ごとの収益の季節特性をみると、ジャケットやコートなどアウトターの販売が伸びる下期（9月～翌年2月）は、上期（3～8月）に比べ売上規模が大きい。また、2Q（6～8月）および4Q（12月～翌年2月）はバーゲン時期にあたるため、1Q（3～5月）や3Q（9～11月）に比べ利益率が低くなる傾向にある。会社は在庫管理精度の向上や過度な値下げ販売の抑制、織り込みチラシの見直しなどによる利益改善を図っている。



## PB商品を強化

### ● PB商品を強化

他社商品との差別化を図るため、会社は機能性やファッション性を重視したPB商品の開発に注力しているほか、自社が開発を手掛けるライセンスブランド「Lee Cooper（リークーパー）」の国内での独占販売などブランドの育成にも取り組んでいる。今期より同社最大のPBブランド「NAVY（ネイビー）」をリニューアルし、ベーシック商品を強化する考え。

PB商品は、他社が企画開発した商品を仕入れるNB（他社有カブランド）商品やOEM（商社やメーカーなどからの提案）商品と比べ利益率が高いことから、採算改善にも寄与している。さらに、商社機能を経由しない直接貿易の比率を高め、円安などの影響をカバーしていく考え。

事業概要

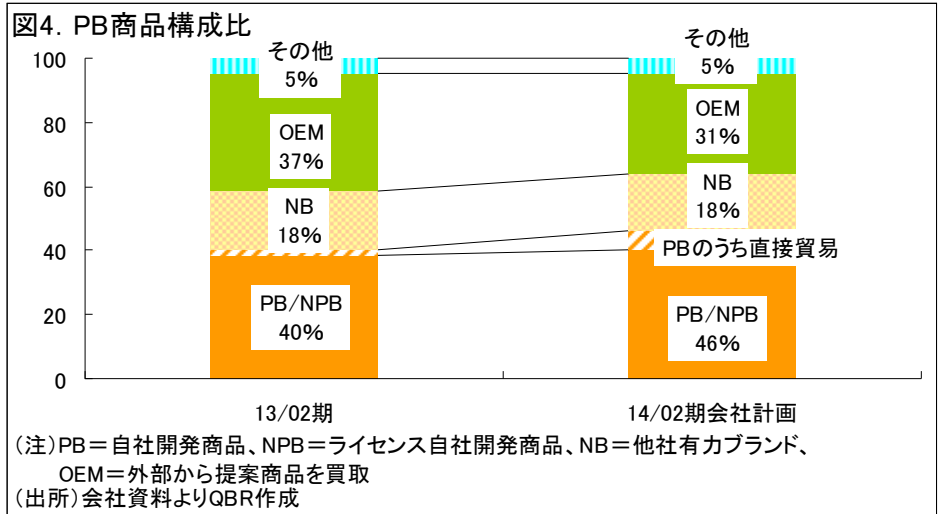


図5. Lee Cooper –12年秋より国内で独占販売を開始



(出所)会社資料

チヨダの協業

● 親会社チヨダとの協業

13年5月に進社長が就任したばかりであり、当面はマックハウス単独での商品政策が続くとみているが、中期的にはチヨダグループとしての商品開発が期待される。既に「CEDAR CREST (セダークレスト)」はチヨダの靴ブランドとしてだけでなく、マックハウスのカジュアルウエアのブランドとしても販売されている。

同業他社と比べ  
営業利益率が高い

● 同業他社と比べ売上高営業利益率が高い

ジーンズを主力商品として成長してきた専門店チェーンで上場する競合企業として、ライトオン（7445）とジーンズメイト（7448）があげられる。郊外型ロードサイド店や地方の小型ショッピングセンターなどへの出店が多いマックハウスの単位面積当たり売上高は同業2社と比べて小さいが（図6）、売上高営業利益率は高い（図7）。ジーンズを主体とした事業にこだわり続ける同業と比較して、マックハウスは手頃な価格でのカジュアル製品全般の販売に注力し、同業他社との商品差別化を図っている。加えて、積極的な不採算店舗の整理も寄与し、利益率が顕著に改善してきた。

図6. 1㎡当たり売上高

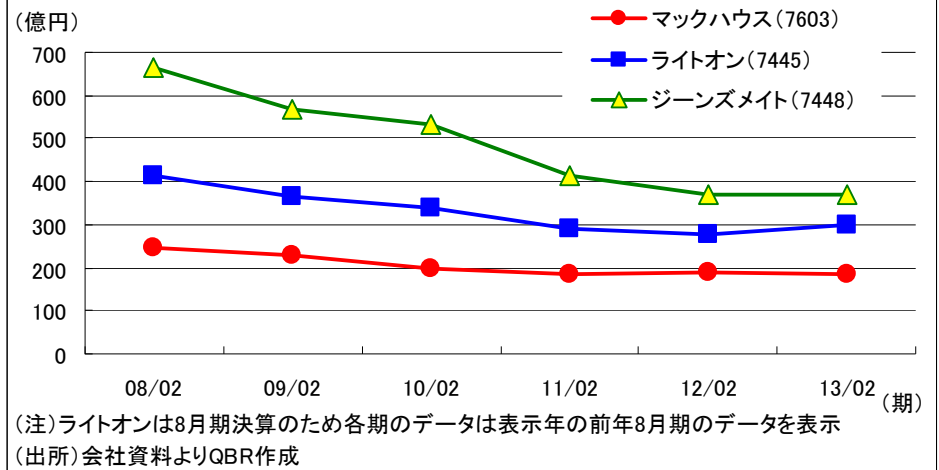
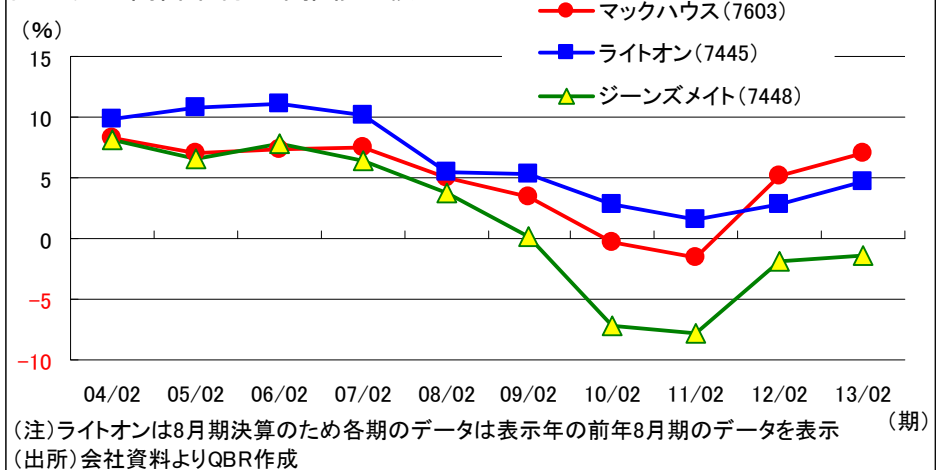
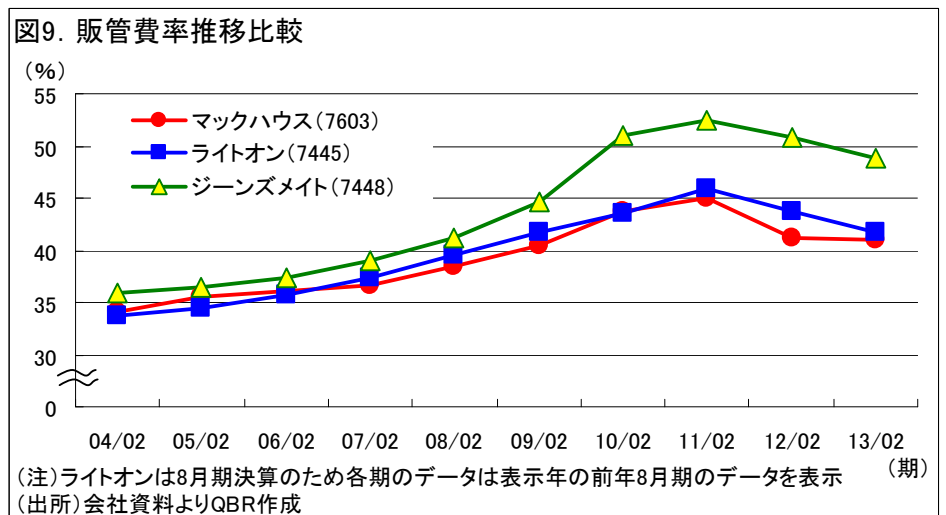
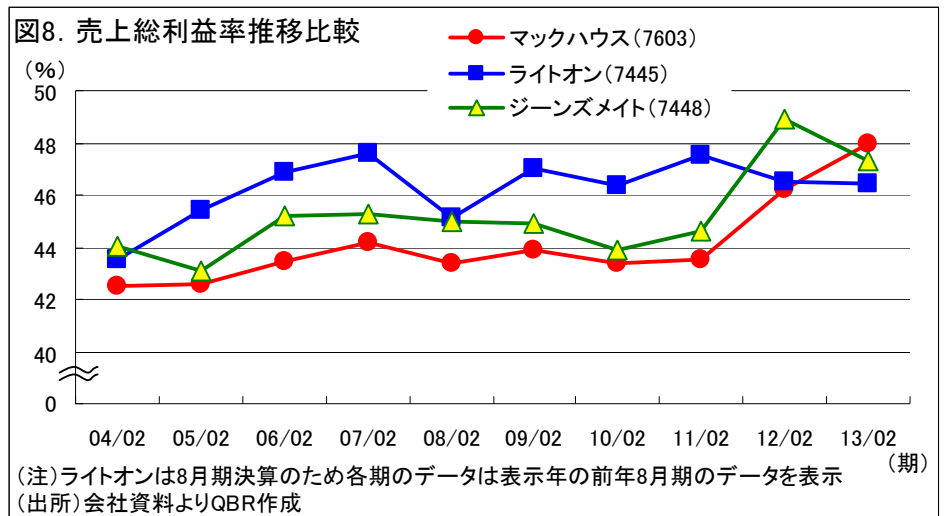


図7. 売上高営業利益率推移比較



## 競 合 分 析

商品改革や不採算店舗の退店のほか、広告宣伝費の見直しなどにも取り組んできた。具体的にはメールマガジンやフリーペーパーなどの活用により来店可能性の高い顧客に旬の情報を提供し、不特定多数に向けた織り込みチラシ主体の宣伝方法からの脱却を図った。こうした結果、マックハウスの売上総利益率は大きく改善し（図8）、販管費率も低下した（図9）。12年2月期の売上高営業利益率はライトオン（8月期決算のため11年8月期実績）を上回り3社で首位（図7）。13年2月期も首位を堅持した。

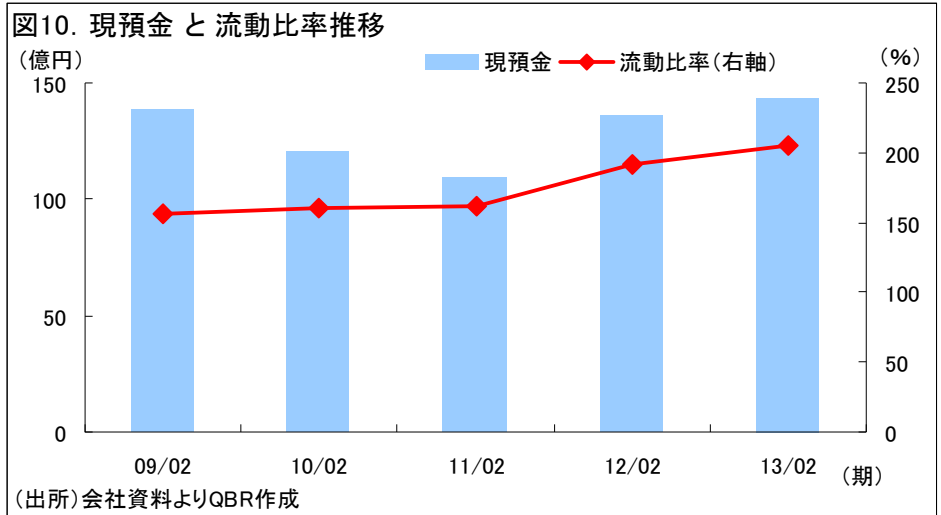




有利子負債がなく  
財務健全性は高い

● 有利子負債がなく、財務の健全性は高い

総資産に占める現金及び預金の割合は48%（13年2月期）と高い一方、銀行との関係維持のための少額の借入を除き、事実上は09年2月期以降、無借金経営を続けている。流動比率は200%を超える（13年2月期）。資金が潤沢であり、出店による財務健全性の悪化リスクは小さい。

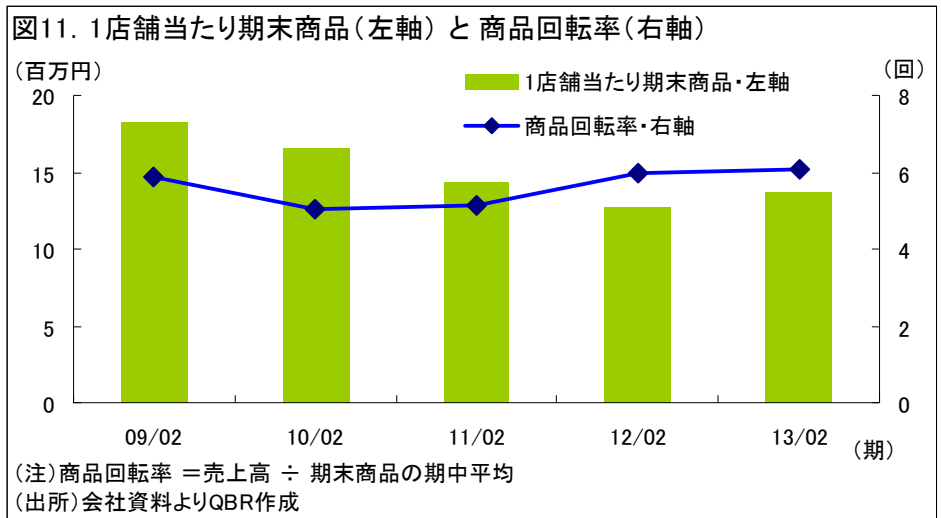


業 績

13年2月期は  
営業3割増益

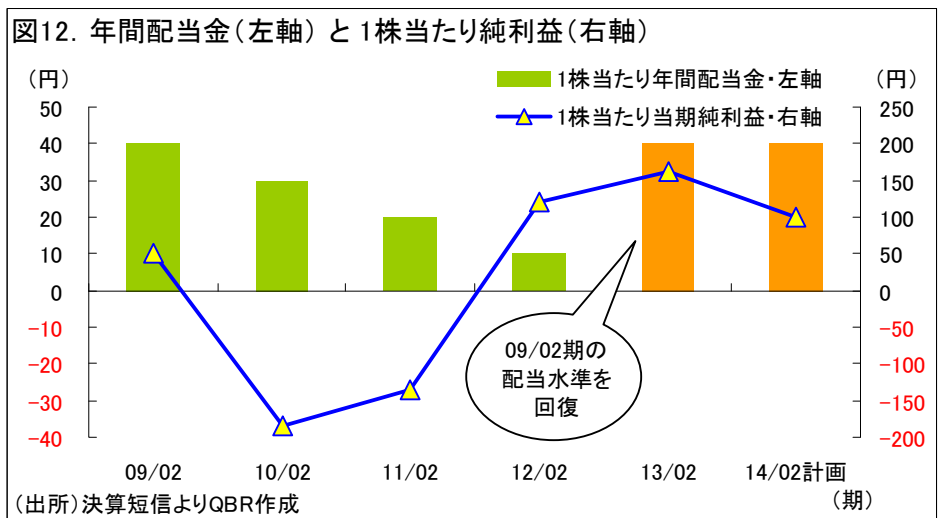
● 売上総利益率が改善し、13年2月期は営業3割増益

13年2月期の単独業績は、売上高が12年2月期比4%減の387億円、営業利益が同32%増の27億円だった。残暑や大雪の影響で秋冬商戦が振るわず、客数が伸び悩んだが客単価が上昇。既存店売上高は概ね前年並みを維持した。PB商品を中心とした重点販売品目の拡販、在庫管理精度の向上などによる商品回転率の改善などから、売上総利益率が上昇した。



● 1株当たり年間配当金40円に回復

前期までに不採算店舗の退店が一巡し、安定的に利益が出せる体質に改革が進んだとの見方から、会社は13年2月期の1株当たり年間配当金について12年2月期比30円増の40円とした。09年2月期以前の水準に回復した。14年2月期も1株当たり40円と安定配当を維持する考え。



## 業 績

売上総利益率の改善基調が続く

● 今1Qは減収減益スタートだったが、売上総利益率は改善  
 14年2月期第1四半期（13年3～5月、1Q）は、春先の冷え込みなどの影響で既存店売上高が前年同期比 3.3%減少（上期の会社計画は前年同期比 0.4%減）し、売上高が同 4%減の 94 億円、営業利益が同 13%減の 7.0 億円と落ち込んだ。ただ、過度な値下げ販売を抑制した効果や比較的高単価な PB 商品の伸びなどにより客単価は上昇基調を継続。売上総利益率は同 0.4 ポイント改善した。

2Q（6～8月）に入り、6月の既存店売上高は日曜日が1日多かったこともあり前年同月比 2.9%増加。7月は猛暑となったが客数の増加は鈍く、土日祝日などの増減の影響を除いたベースで、概ね前年並み程度の販売にとどまっているようだ。

図13. 既存店売上高 前年同月比推移

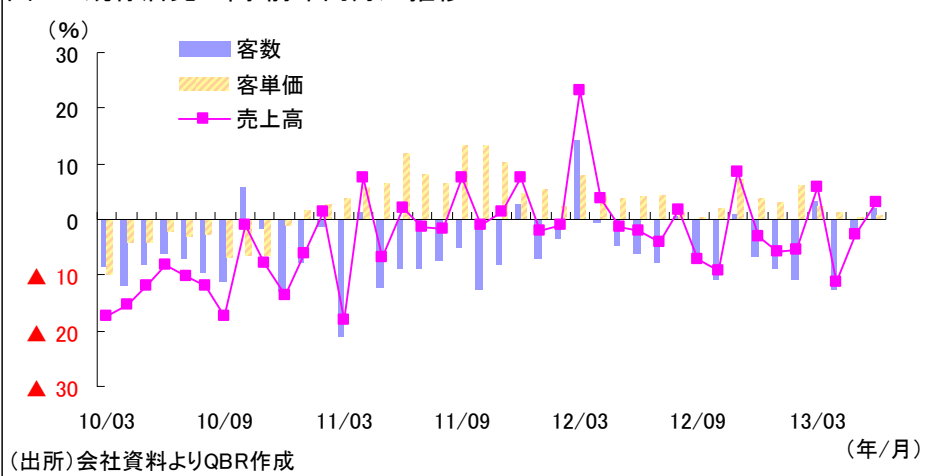
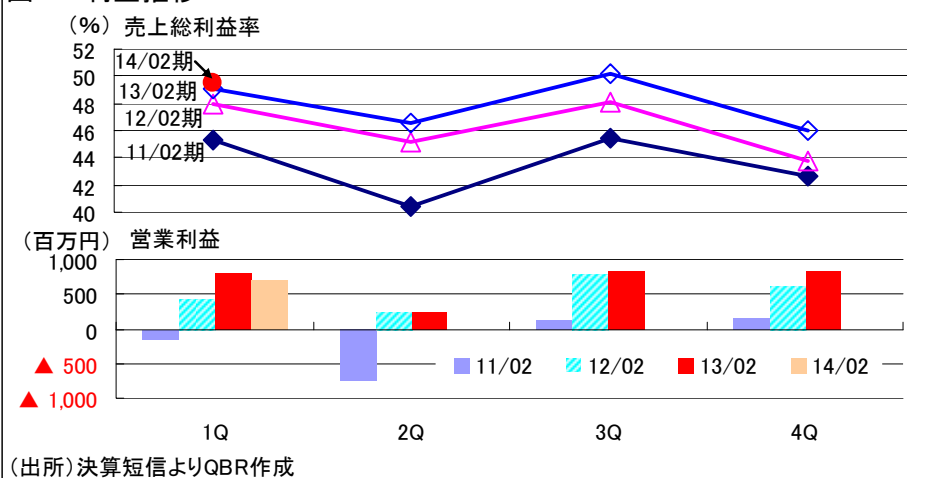


図14. 利益推移



## 今期営業 7%増益 を予想

### ● 今期営業 7%増益を予想

QBRは14年2月期通期の単独業績について、会社計画と同じ売上高が前期比1%増の390億円、営業利益が同7%増の29億円を予想する。直近まで既存店売上高は天候要因などから会社計画を下回って推移しているものの、下期の業績寄与が大きく、今後の商品政策および店舗施策（今期の会社計画は出店30店舗、退店20店舗）で十分挽回が可能とQBRではみている。従来の不特定多数を対象としたチラシ主体の宣伝方法からの脱却を図っていることもあり客数は減少基調が続いているが、既存店改装やトータルコーディネート提案の強化、PB商品の開発力が向上してきていることなどから客単価の上昇基調は継続しよう。1Qで出店12店舗、退店2店舗と計画通り推移しているうえ、過度な値下げ販売の抑制やPB商品の拡販により売上総利益率の改善が続く見込みだ。出店に伴う費用が増加する一方、メールマガジンやフリーペーパーなどの活用により広告宣伝活動の効率化が進んでいることから、販管費率は全体で概ね前期並みにとどまるものと予想する。

## 来期も営業増益を 予想

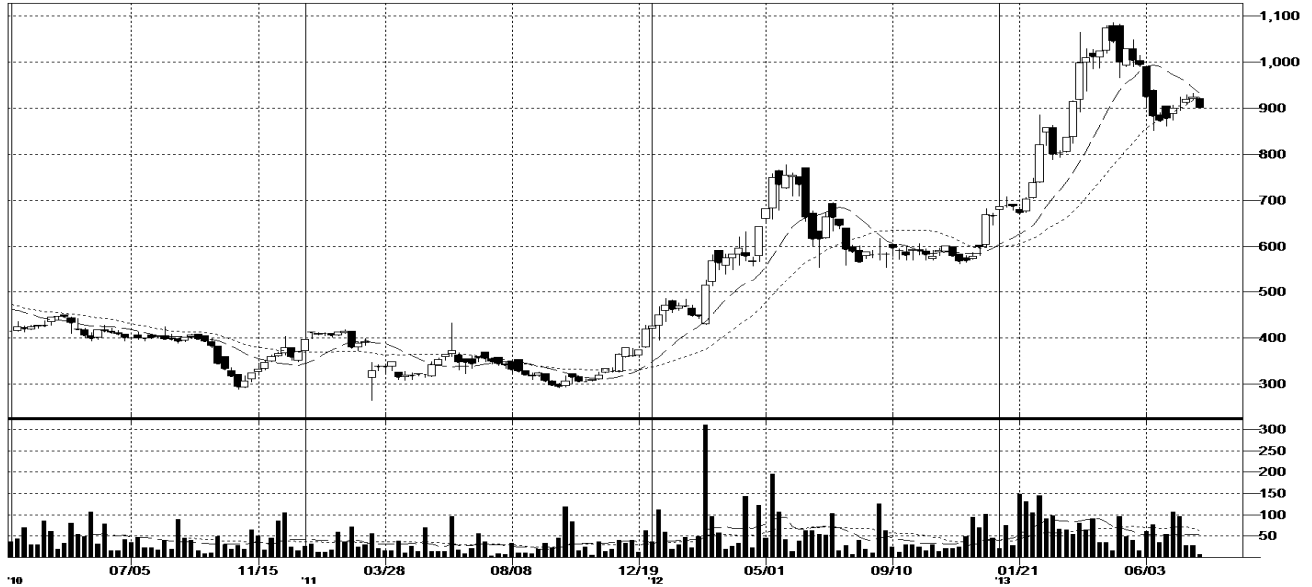
### ● 来期も営業増益を予想、中期的にも増収増益を見込む

続く15年2月期も既存店売上高は底堅く推移すると予想。14年4月に予定されている消費税率引き上げ（5%→8%）により消費マインドが悪化するリスクはあるが、前述した通り同社では低価格ながら機能性やファッション性を重視したPB商品の開発が進捗しており、税率引き上げを機に、これまで中価格帯や有名ブランドの商品を買っていた層を取り込む可能性があるとQBRはみている。

出店は30店舗、退店は20店舗程度と14年2月期と同水準を見込んだ。売上高は同3%増の400億円、営業利益は同5%増の31億円を予想する。不採算店舗の整理が進んできたことに加え、高採算なPB商品の販売構成比の高まり、同社最大のPBブランド「NAVY（ネイビー）」のリニューアルに伴う客単価の上昇などが寄与しよう。

事業構造改革がほぼ一巡し、収益体質が強化されてきた。今後は出店増による売上高成長が利益増につながる収益構造へと転換している。堅調な出店増を背景に、中期的にも増収増益が続くものとQBRはみている。

7803 3-0902 東証 10/01~10/17/20  
 日付: 10/07/20 時: 高: 安: 現値: 出発高:  
 開: 閉: 少: 多: 移動平均 [13]: [26]: [52]:  
 S: 出来高 [13]: [26]: [52]:



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。  
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。  
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2011/02	2012/02	2013/02	2014/02 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	450	487	888	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	290	266	452	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	1764.08	1482.67	2709.58	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	42,411	40,449	38,658	39,000
	営 業 利 益	百 万 円	-633	2,064	2,715	2,900
	経 常 利 益	百 万 円	-466	2,112	2,902	3,030
	当 期 純 利 益	百 万 円	-2,102	1,895	2,470	1,550
	E P S	円	-134.85	121.55	160.90	101.17
	R O E	%	-16.9	14.2	16.3	9.3
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	19,315	21,008	21,847	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	8,185	7,526	8,001	-
	資 産 合 計	百 万 円	27,501	28,534	29,849	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	11,932	11,001	10,676	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	3,129	3,354	2,979	-
	負 債 合 計	百 万 円	15,062	14,355	13,656	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	12,439	14,178	16,182	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	12,439	14,178	16,192	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	-902	2,698	1,563	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	223	-941	-736	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-414	-281	-602	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	9,518	10,994	11,218	-

## リスク分析

### 事業に関するリスク

#### ●国内の消費環境

個人消費は少子高齢化の進行などにより伸び悩んでいる。今後、消費税の引き上げなどの要因が加わることで、想定を上回る落ち込みとなった場合、業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ●競合激化

他業界から衣料品小売事業への参入、既存小売企業のPB商品の拡販、価格競争の激化など、競合激化により業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ●商品計画とトレンドの不一致

天候不順や流行の変化、消費者の嗜好の変化などにより衣料品の需要は左右される。これらの要素を勘案して商品計画を行っているが、商品計画とトレンドが一致しなかった場合、業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ●商品生産の特定地域への依存リスク

商品は中国をはじめとするアジア各国からの輸入品が多く、各国の政治、経済、法制度などの著しい変動や自然災害などにより、商品供給や仕入原価に影響を及ぼす可能性がある。

#### ●店舗賃貸借物件についてのリスク

店舗の多くはロードサイドの賃貸物件であり、契約期間中の貸主の倒産などにより保証金の一部または敷金の全部が回収できなくなる可能性がある。

#### ●パートタイム従業員に係る費用の増加リスク

多数のパートタイム従業員を雇用しており、今後、年金等に関する改正が行われた場合、人件費が増加し業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ●個人情報の取扱について

個人情報について個人情報保護方針・マニュアルを制定し、従業員教育など社内制度を強化しているが、個人情報の流出により問題が発生した場合、社会的信用の失墜および損害賠償責任などにより、業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ●減損会計の影響について

店舗業績の悪化などにより一部の事業用資産等について減損損失が発生する可能性がある。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社QBR（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

### <指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>